

State of the Art des Finanzrisikomanagements von großen deutschen Industrieunternehmen

In Zeiten globalen Wettbewerbs, internationaler Unternehmensvernetzung und steigender Umweltdynamik gewinnt das Management finanzieller Risiken auch für Industrieunternehmen zunehmend an Brisanz: Je größer und internationaler die Unternehmen, desto komplexer und dynamischer ihr Risikoumfeld. Hohe Kapitalbindung und damit verbundene finanzielle Inflexibilität charakterisieren Industrieunternehmen. Aufgabe eines effektiven Finanzrisikomanagements muss es sein, Risiken frühzeitig zu erkennen und einzudämmen. Deshalb überrascht es nicht, dass in einer qualitativen Marktforschungsanalyse großer deutscher Industrieunternehmen¹⁾ die befragten Manager dem Finanzrisikomanagement eine sehr hohe (50 Prozent) oder hohe (40 Prozent) Bedeutung beimessen und zehn Prozent die Bedeutung zwischen sehr hoch und hoch einstufen. Bei den untersuchten Unternehmen handelt es sich um Kapitalgesellschaften, die zu 70 Prozent im Dax oder M-Dax notiert sind, sowie drei Großunternehmen ohne Börsennotierung.

Der Prozess des Financial Risk Managements

Als systematischer Prozess setzt sich das Management von Finanzrisiken aus den Modulen Controlling, Identifikation, Bewertung und Steuerung von Finanzrisiken zusammen. Das Risikocontrolling stellt die aktuelle Risikosituation dar und prüft, ob die Maßnahmen zur Steuerung von Finanzrisiken greifen. Alle untersuchten Unternehmen haben ein Reporting über ihr gesamtes operatives Exposure etabliert.

Ein Beurteilungsmaßstab für die Professionalität des Finanzrisikomanagements ist dessen Zentralitätsgrad: 80 Prozent der teilnehmenden Unternehmen haben ihr Risikomanagement zentral aufgebaut. Ein sol-

cher zentraler Aufbau ermöglicht es ihnen, eine Kumulation von Risiken systematisch zu identifizieren und Diversifikationseffekte gezielt zu nutzen. Ein Fünftel der Unternehmen agiert im Finanzrisikomanagement dezentral. Korrespondierend dazu gestehen diese ihm auch keine sehr hohe, sondern nur eine hohe Bedeutung zu.

Nachdem die verschiedenen Finanzrisiken identifiziert sind, müssen sie hinsichtlich Ursache und Wirkung analysiert und bewertet werden. Zur Beurteilung des individuellen Ausmaßes finanzieller Risiken beziehungsweise des operativen Exposures nutzen 70 Prozent der Unternehmen

mehrere Verfahren: Value-at-Risk-Analysen, Cash-Flow-at-Risk-Analysen und Szenarioanalysen. Lediglich 20 Prozent der Unternehmen konzentrieren sich auf Value-at-Risk-Analysen und zehn Prozent auf Cash-Flow-at-Risk-Analysen, was Fragen hinsichtlich des Entwicklungsstands von deren Finanzrisikomanagement aufwirft. Unternehmen mit großem Finanzvermögen setzen im Asset Management risikoadjustierte Performancemaße ein, wobei Renditekennzahlen um das damit verbundene Risiko ergänzt werden.

Die Steuerung von Finanzrisiken kann theoretisch auf zwei Arten erfolgen: auf der einen Seite durch das passive Setzen von Limits und auf der anderen Seite durch aktive risikopolitische Maßnahmen. In der Praxis arbeiten 70 Prozent der Unternehmen mit Kredit- und Kontrahentenlimits. Relativ viele der befragten Unternehmen (40 Prozent) verlassen sich zusätzlich noch auf Value-at-Risk-Limits, wohingegen nur 20 Prozent mit Cash-Flow-at-Risk-Limits ihre Finanzrisiken begrenzen. Zehn Prozent der Unternehmen limitieren Risiken, indem sie Ist-Zahlen mit Planzahlen vergleichen und gegebenenfalls Sicherungsmaßnahmen ergreifen.

Mix aus Risikomaßnahmen

Beim aktiven Umgang mit Risiken präferieren die meisten Unternehmen (80 Prozent) einen Mix aus verschiedenen Risikomaßnahmen (siehe Abbildung 1: Strategien im Umgang mit Risiko).

Als bedeutendste Maßnahme wird die Risikobegrenzung von allen teilnehmenden Unternehmen eingesetzt: Risiken werden minimiert, indem gezielt Gegenpositionen mit möglichst negativer Korrelation aufgebaut werden. Dieses sogenannte Hedging erfolgt meist durch den Einsatz derivativer

Prof. Dr. Franz-Josef Eichhorn, Professur für Finanzdienstleistungen, Bankbetriebslehre, Finanz- und Investitionswirtschaft, Fachhochschule Würzburg, und Yvonne Heil, Cash Management Consultant, Siemens Financial Services GmbH, München

Nicht nur in der weltweit verflochtenen Finanzwirtschaft, sondern auch bei den stark auf das Auslandsgeschäft fixierten Industrieunternehmen spielt das Management von Finanzrisiken eine zentrale Rolle. Die in einer Studie befragten börsennotierten Unternehmen zeigen sich fast ausnahmslos aufgeschlossen für die Anwendung moderner Sicherungsinstrumente. Mit der praktischen Anwendung von IAS 39 und Hedge Accounting tun sich Unternehmen aus Sicht der Autoren aber ziemlich schwer und sehen teilweise sogar die realen Geschäftsprozesse eingeschränkt. Für Kreditinstitute mit „fortgeschrittener“ Kompetenz in diesen ureigensten Geschäftsfeldern des Risikomanagements ist die begleitende Umsetzung der neuen Vorschriften in Industrieunternehmen sicherlich ein Dienstleistungsangebot, mit dem sie zeitweilig verlorengangene Kundenbeziehungen wieder stärken können. (Red.)

Finanzinstrumente. Die Hälfte der Unternehmen hat sich für das bewusste Akzeptieren beziehungsweise Selbsttragen von Risiken entschieden. Als Gründe für ein solches Vorgehen wurden genannt:

- das Offenhalten von Chancen, sofern ein hohes Renditepotenzial besteht,
- das Vorhandensein einer ausreichenden Kapitalkraft, um das Risiko im Verlustfall zu decken,
- das Know-how für eine bessere Risikobeurteilung durch das Unternehmen selbst als durch andere Marktteilnehmer.

Eine Strategie der Risikoübertragung (Risikoüberwälzung) nutzen 40 Prozent der Unternehmen. Die Hälfte dieser Unternehmen gibt Risiken an Lieferanten oder Kunden weiter, ohne dass es zu einer Prämienzahlung kommt. Beispielsweise vereinbart man Lieferverträge mit langen Laufzeiten oder tätigt Verkäufe ins Ausland, die in der eigenen Währung fakturiert werden. Aufgrund einer starken Marktposition können negative Entwicklungen der Risikoposition de facto kostenlos auf Dritte übertragen werden. Steht die potenzielle Rendite eines Geschäfts in keinem Verhältnis zu den damit verbundenen Risiken, dann kann sich ein Drittel der Befragten für eine Risikovermeidung entscheiden. Weiteren 30 Prozent der Teilnehmer ist eine Risikodiversifikation über Laufzeiten, Regionen und Volumina möglich, um das Gesamtrisiko durch gegenläufige Effekte zwischen den Einzelrisiken zu vermindern. Ob Risikovermeidung und -diversifikation überhaupt realisierbar sind, hängt in entscheidendem Maße von der Wettbewerbsstellung des jeweiligen Unternehmens ab und dem Vorhandensein von Diversifikationsoptionen. Eine Streuung nach Volumina wird zum Beispiel einem Automobilzulieferer nur eingeschränkt gelingen.

Risikobegrenzung mit Derivaten

80 Prozent der befragten Unternehmen generieren über die Hälfte ihres Umsatzes im Ausland (siehe Abbildung 2: Auslandsumsätze der befragten Industrieunternehmen), weshalb der Absicherung des Devisenrisikos eine überragende Bedeutung zukommt.

Die volumenmäßige Absicherung von Devisen- und Zinsänderungsrisiken planen fast alle Unternehmen meist auf Basis eigener Forecasts. Nur zehn Prozent der Unter-

nehmen orientieren sich bei ihrer volumenmäßigen Devisensicherung an existierenden Grundgeschäften (bestehendes Exposure). Für die Prognose von Devisen- oder Zinskursen verlässt sich ein Großteil der Unternehmen (80 Prozent) auf Fremdwährungs- beziehungsweise Zinsanalysen von Banken; eigene Erfahrungswerte, historische Daten und Marktanalysen spielen mit 30 Prozent beziehungsweise 20 Prozent eine eher untergeordnete Rolle.

Alle untersuchten Industrieunternehmen sichern sich gegen das Devisenrisiko ab und zwar drei Viertel (77 Prozent) ihrer Auslandsumsätze. Die restlichen 23 Prozent werden bewusst in offenen Positionen gehalten, um Chancen aus Änderungen der Währungskurse wahrnehmen zu können. Etwas weniger bedeutsam sind Zinsänderungsrisiken, hier tätigen 90 Prozent der Befragten Sicherungsgeschäfte. Auch die Absicherungsquote von 78 Prozent ist ähnlich hoch wie beim Devisenrisiko. Ebenso begrenzen 70 Prozent der Unternehmen ihre Rohstoffpreisrisiken: 50 Prozent sichern Rohstoffpreisrisiken mittels Deriva-

ten, 20 Prozent durch langfristige Lieferverträge beziehungsweise durch Lieferverträge in Euro. Der Sicherungsgrad ist mit 61 Prozent deutlich geringer als bei Devisen- oder Zinsänderungsrisiken. Als Bestimmungsgrößen für den Sicherungsgrad werden bei den drei genannten Finanzrisikoarten strategische Aspekte wie Markteinschätzung oder Risikotragfähigkeit genannt. Gründe für den relativ niedrigen Sicherungsgrad von Rohstoffpreisrisiken sind die niedrige Bedeutung des jeweiligen Risikos aus Unternehmenssicht oder die Möglichkeit, es über die Preise auf den Kunden zu überwälzen.

Planungshorizont für die Risikoabsicherung

Die Zeitdauer der Absicherung hängt davon ab, ob es sich um einen langfristigen Kapitaleinsatz oder ein kurzfristiges operatives Risiko handelt. Generell betrachtet ist deshalb der Zeithorizont für Zinssicherungsgeschäfte weitaus länger als der für Rohstoffpreis- oder Devisensicherungen (siehe Abbildung 3: Planungshorizont für

Abbildung 1: Strategien im Umgang mit Risiko

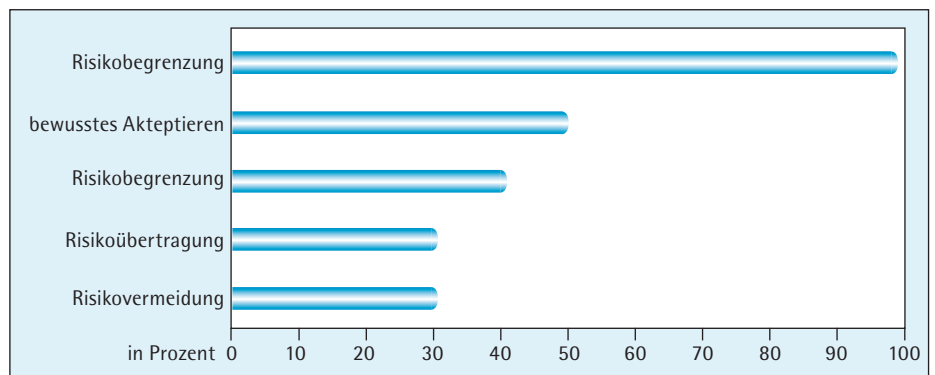


Abbildung 2: Auslandsumsätze der befragten Industrieunternehmen

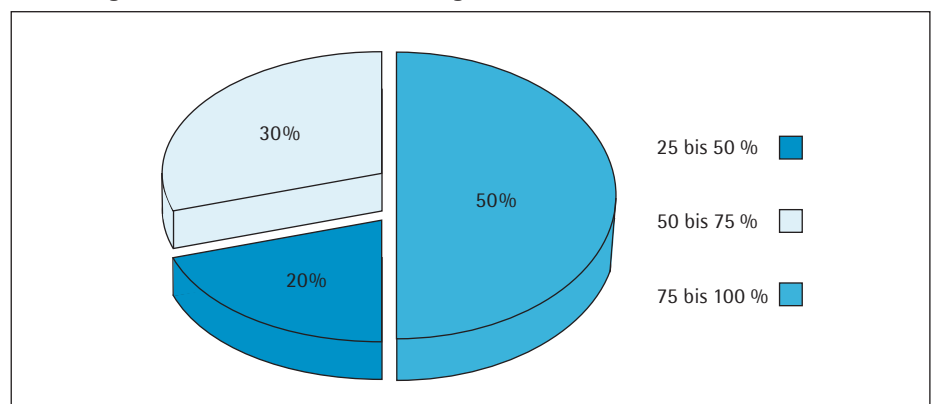
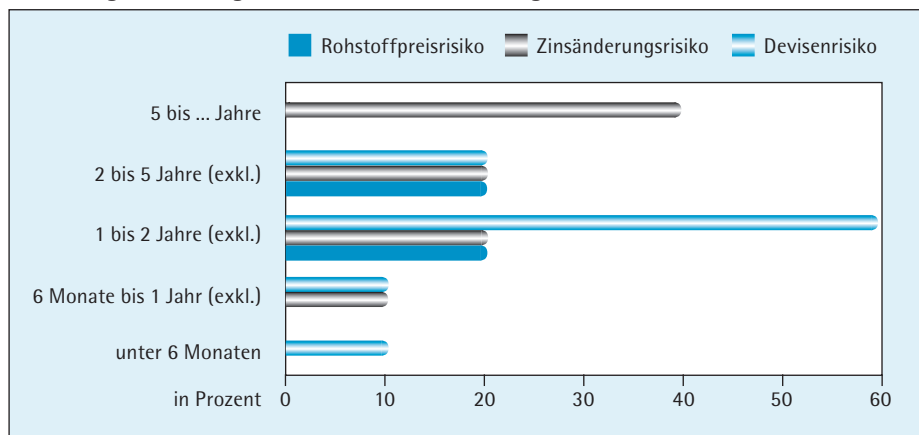




Abbildung 3: Planungshorizont für die Sicherung der Finanzrisiken



die Sicherung der Finanzrisiken). So sichern sich 40 Prozent der Unternehmen gegen Zinsrisiken über fünf Jahre hinaus ab. Dagegen liegt der Sicherungshorizont von Rohstoffpreisrisiken in der Hälfte der Fälle zwischen einem und zwei Jahren, zur anderen Hälfte im Bereich von zwei bis fünf Jahren. Die kürzeste Zeitdauer umfasst die Absicherung des Devisenrisikos, die bei 60 Prozent der Teilnehmer ein bis zwei Jahre beträgt.

Auf welche Instrumente vertrauen die Unternehmen im Finanzrisikomanagement? Alle untersuchten Unternehmen setzen Devisentermingeschäfte ein, um sich vor Devisenrisiken zu schützen, zirka 58 Prozent des abzusichernden Volumens wird damit erfasst (siehe Abbildung 4: Derivate-Nutzung und Sicherungsquote). Für insgesamt ein Viertel des Volumens finden Devi-

senoptionen Verwendung, um sich zwar abzusichern, gleichzeitig aber noch Chancenpotenziale nutzen zu können. Für 90 Prozent der Unternehmen bilden Zinsswaps das wichtigste Instrument für das Management von Zinsrisiken. Der Umfang, zu dem Zinsswaps zur Sicherung von Zinsrisiken dienen, beträgt durchschnittlich 64 Prozent des Gesamtvolumens.

Generell engagieren sich diejenigen Unternehmen, die die Bedeutung des Finanzrisikomanagements als sehr hoch erachten (A bis E) deutlich zurückhaltender im Einsatz von Derivaten als diejenigen Unternehmen, die dem Finanzrisikomanagement lediglich eine hohe Bedeutung zusprechen (F bis J; siehe Abbildung 5: Nutzung von Derivaten; letztere Gruppe schließt die zehn Prozent der Unternehmen ein, die sich bezüglich einer Zuordnung nicht eindeutig

festgelegt haben). Unternehmen mit einem sehr hohen Risikobewusstsein und dementsprechend restriktiven Finanzrisikomanagement, agieren also umsichtig bis vorsichtig mit den Risiken, die aus den OTC-Derivaten selbst erwachsen können. Hierunter fällt insbesondere das Kontrahentenrisiko.

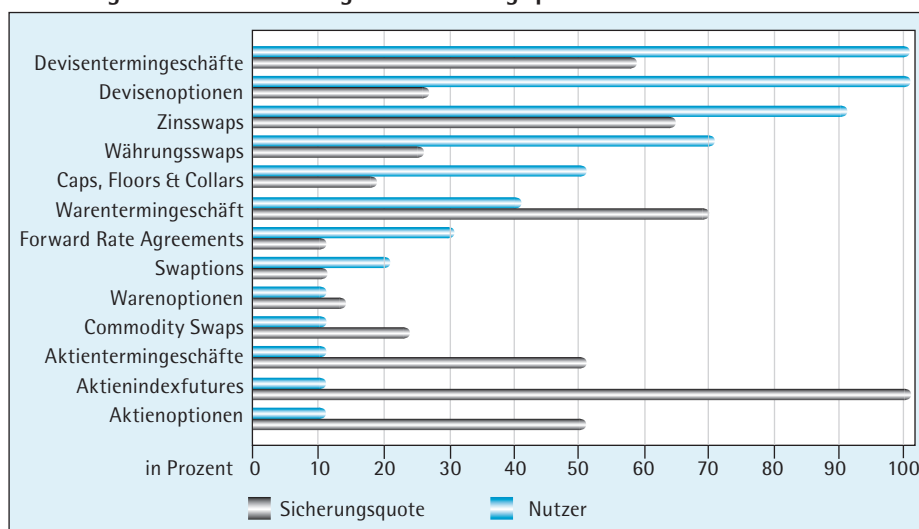
Auswahlkriterien für Derivate

Auf die Frage nach den Auswahlkriterien für Derivate antworteten die Unternehmen differenziert, orientieren ihre Entscheidung aber stets an der dazugehörigen Risikoposition und den internen Risikorichtlinien. Kostenüberlegungen stellen bei der Auswahl ein wichtiges Kriterium dar, jedoch unter dem vorrangigen Aspekt, ob sich durch das Finanzinstrument denn auch die Risiken adäquat ausschließen lassen. Zur Absicherung von Bilanzpositionen dienen in der Regel unbedingte Termininstrumente, da sich durch diese der Stand der Positionen kostengünstig fixieren lässt. Die hohe Qualität und Professionalität des Finanzrisikomanagements aller befragten Unternehmen zeigt sich darin, dass sie Spekulationsgeschäfte, das heißt Transaktionen ohne Bezug zu einem Grundgeschäft, prinzipiell ausschließen. Demgegenüber präferieren sie für unsichere, zukünftige Geschäfte bedingte Finanzinstrumente, die für bereits bestehende, sichere Bilanzpositionen als zu teuer eingeschätzt werden.

Bedingte Finanzinstrumente ermöglichen ein flexibles Handeln und eine Partizipation an günstigen Entwicklungen. Die einfache, klare Bewertung und die gute Transparenz dieser Instrumente sind weitere wichtige Vorteile. Exotische Varianten von Finanzinstrumenten mit diffizilen Ausstattungsmerkmalen finden dagegen wenig Anklang bei den Unternehmen, da deren Bewertung angesichts ihrer Intransparenz zu komplex ist. Folglich verwenden 60 Prozent der Unternehmen ausschließlich Plain-Vanilla-Produkte, während zwar 40 Prozent der Unternehmen exotische Instrumente einsetzen, dies aber nur sporadisch. Wichtige Gründe für den nur fallweisen Einsatz sind, dass oftmals kein klarer Nutzen erkennbar ist und die exotischen Varianten nur eingeschränkt handelbar sind.

Explizit erwähnen 30 Prozent der Unternehmen, dass ihnen bei komplexen Absicherungsvarianten die Bilanzierung nach

Abbildung 4: Derivate-Nutzung und Sicherungsquote



den International Financial Reporting Standards (IFRS) als zu kompliziert erscheint.

IAS 39 – Hedge Accounting

Alle befragten Unternehmen sind kapitalmarktorientiert und damit ist für sie die Anwendung der International Financial Reporting Standards auf Konzernabschlüsse ab dem 1. Januar 2005 beziehungsweise dem 1. Januar 2007 verpflichtend. Da IAS 39 eine geänderte Bilanzierung derivativer Sicherungsbeziehungen (Hedge Accounting) verlangt, werden neben dem Finanzrisikomanagement auch die praktischen Aspekte von Hedge Accounting thematisiert.

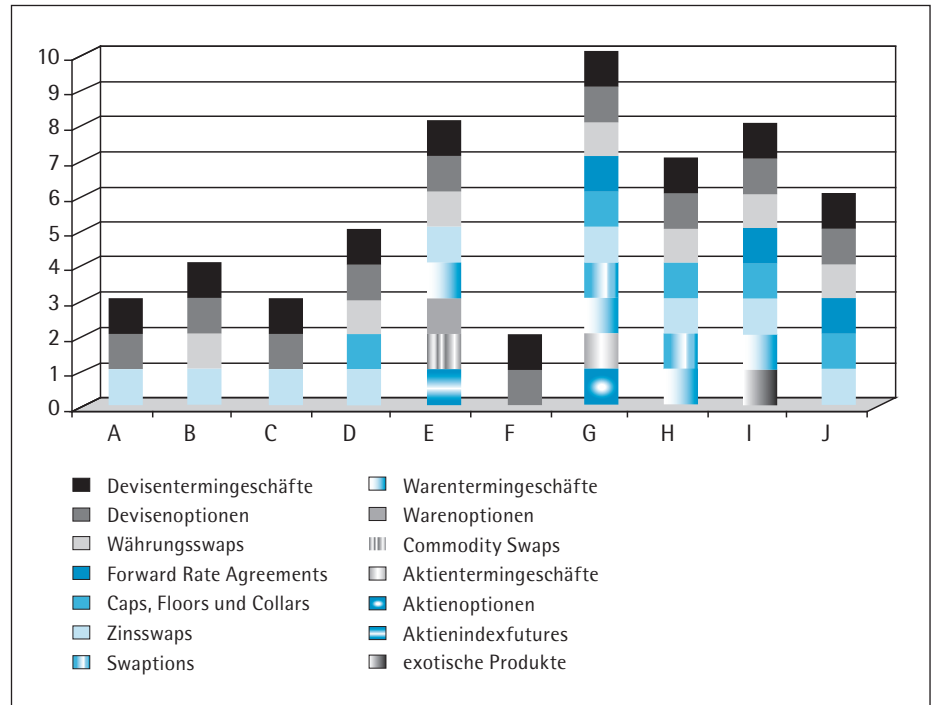
Hedge Accounting nach IAS 39 führt auch in der Rechnungslegung zu einer Wertkompensation zwischen derivativem Sicherungsgeschäft und risikobehaftetem Grundgeschäft. Dadurch gleichen sich das bilanzielle und das wirtschaftliche Risiko an und Ergebnisvolatilitäten verringern sich. Theoretisch ist die Anwendung des Hedge Accountings nach IAS 39 nicht verpflichtend, sondern ein Wahlrecht, von dem das nach IFRS bilanzierende Unternehmen Gebrauch machen kann. De facto nutzen aber 90 Prozent der befragten Industrieunternehmen das Hedge Accounting nach IAS 39. Nur zehn Prozent der Unternehmen verzichten also auf das Hedge Accounting nach IAS 39 wegen der (zu) komplexen Vorschriften und dem damit verbundenen aufwendigen Reporting.

Der entscheidende Grund jedoch ist, dass IAS 39 bis auf spezielle Ausnahmen (Fair Value Hedge Accounting for a Portfolio Hedge of Interest Rate Risk) ausschließlich Mikro-Hedges zulässt, wohingegen diese Unternehmen zum überwiegenden Teil Makro-Hedges durchführen. Da die Losgrößen sehr klein seien, würde im Fall einer Abbildung von Mikro-Hedges ein enormer Arbeitsaufwand entstehen, der dem wirtschaftlichen Nutzen nicht gerecht würde.

Umsetzungsschwierigkeiten

Auch die Mehrzahl der Unternehmen, die Hedge Accounting anwenden, stehen den Vorschriften des IAS 39 relativ kritisch gegenüber. Ursächlich hierfür sind Umsetzungsschwierigkeiten bei 70 Prozent der Unternehmen! Konkret genannt werden die zu aufwendigen und zu wenig praktikablen Dokumentationsanforderungen. Die

Abbildung 5: Nutzung von Derivaten

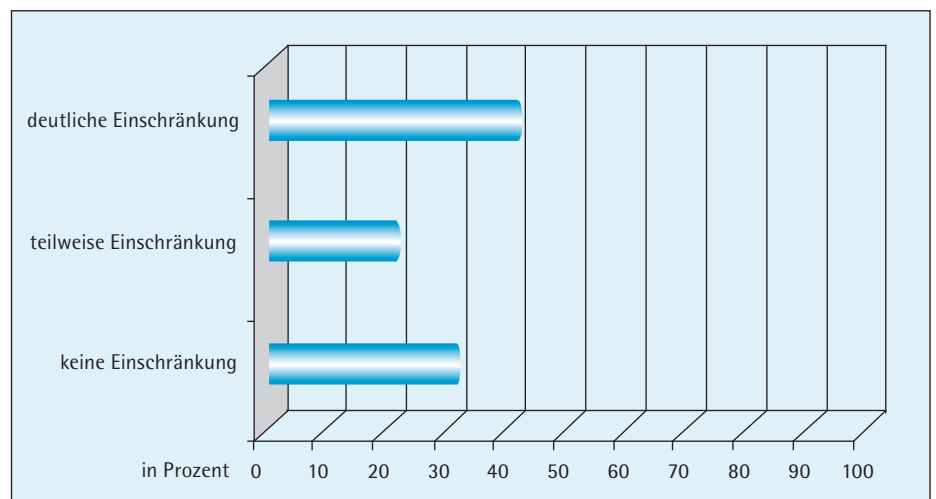


vorgeschriebene Einzelzuordnung (Mikro-Hedging) steigere den administrativen Aufwand für die Unternehmen unverhältnismäßig. Hinzu kommen Unklarheiten bei der Auslegung der Vorschriften zum Hedge Accounting. Wegen Schwierigkeiten einer eindeutigen Interpretation entstünden Differenzen mit externen Wirtschaftsprüfern. Diese seien in vielen Fällen selbst unsicher, wie die Vorgaben des IAS 39 in die Praxis umzusetzen sind. Auch fehle es an durchgängigen Lösungen für spezielle operative

Belange. Ein Beispiel hierfür sei die Darstellung konzerninterner Sicherungsgeschäfte.

Die Frage nach Einschränkungen durch den IAS 39 verneinten allerdings nur 30 Prozent der Befragten (siehe Abbildung 6: Gefühlte Einschränkung durch das Hedge Accounting). Zum einen würde Hedge Accounting zu einer Selbstverständlichkeit, zum anderen seien Bewertungsfragen bei Standardinstrumenten unproblematisch.

Abbildung 6: Gefühlte Einschränkung durch das Hedge Accounting



Laut 20 Prozent der Industrieunternehmen sind die Dokumentationsanforderungen zwar einschränkend, dieser Nachteil würde jedoch durch die verringerte Ergebnisvolatilität infolge des Hedge Accountings ausgeglichen. Immerhin 40 Prozent der Unternehmen fühlen sich durch die Vorschriften zum Hedge Accounting deutlich eingeschränkt.

Kritik wird überwiegend aus Zweifeln an der ökonomischen Sinnhaftigkeit der Vorschriften geübt. Wegen des Zielkonflikts zwischen flexibler Abschlusspolitik und den Vorgaben durch die IFRS, seien bei der Abbildung von Sicherungsbeziehungen stets mögliche Konsequenzen zu bedenken. Durch die Bilanzvorschriften zum Hedge Accounting würden reale Geschäftsprozesse eingeschränkt oder sogar ökonomische Zusammenhänge verdreht. Neben der wirtschaftlichen Überlegung, ob eine Sicherungsbeziehung sinnvoll sei, käme der Aspekt hinzu, ob sich eine solche Sicherungsbeziehung überhaupt nach den Vorschriften des Hedge Accountings abbilden lasse. Der Sicherungsaspekt rücke in den Hintergrund.

„Zu realitätsfern“

Neben den bereits dargelegten Sachverhalten wird kritisiert, dass die Regelungen im Grunde für Banken entwickelt worden seien oder dass die Vorschriften von Theoretikern verfasst worden und daher zu realitätsfern seien. Die Einzelzuordnung widerspräche einer ganzheitlichen Betrachtung des Risikos. Außerdem bereiteten die ständigen Änderungen der Standards den Unternehmen unnötige Probleme. Die verbesserte Informationsgewinnung für außen Stehende stehe in keinem Verhältnis zu dem damit verbundenen Aufwand. Würde jedoch kein Hedge Accounting angewandt, führe dies zu Ergebnisvolatilitäten, die an den Finanzmärkten auf Unverständnis stoßen könnten, denn ohne Hedge Accounting kann in vielen Fällen bilanziell keine Wertkompensation zwischen Grund- und Sicherungsgeschäften erreicht werden. Die Geschäfte führen dann zu volatilen Ergebnissen.

Die eigentliche Intention, nämlich die Verringerung des wirtschaftlichen Risikos, bliebe unerkannt, das Unternehmen würde abgestraft. Ungeachtet dessen erwägen 30 Prozent der Unternehmen ernsthaft, auf Hedge Accounting zu verzichten und

die aus einer Fair-Value-Bilanzierung entstehenden Ergebnisschwankungen zuzulassen, um die aufwendigen Vorschriften nicht mehr erfüllen zu müssen.

Bei allen Unternehmen herrscht der Wunsch nach mehr Praxisnähe und geringerer Komplexität der Vorschriften vor. Ein möglicher Ansatz sei die Standardisierung und eindeutige Auslegung des IAS 39. Es solle dem Punkt Rechnung getragen werden, dass Unternehmen Sicherungsgeschäfte aufgrund von Risikoaspekten eingehen. Vorgeschlagen wird, die Regeln zum Hedge Accounting durch eine enge Zusammenarbeit zwischen Unternehmen und IASCF beziehungsweise IASB besser auf die Bedürfnisse industrieller Betriebe abzustimmen. Die IFRS sollten sich dabei stärker am operativen Geschäft der Unternehmen sowie an der bislang angewandten deutschen Rechnungslegung orientieren.

Kosten-Nutzen-Betrachtung

Der entscheidende Schlüssel zur Verminderung der Umsetzungsschwierigkeiten liegt in der Berücksichtigung des operativen Geschäfts und der eigentlichen Intention – der Risikobegrenzung – der Industrieunternehmen. Der Aufwand für die Einzelzuordnung und die Erfüllung der Dokumentationsanforderungen muss dabei in einem angemessenen Verhältnis zur Vermeidung von Ergebnisvolatilitäten und zur realistischen Abbildung der wirtschaftlichen Risikolage stehen.

Nur unter der Bedingung, dass die Vorschriften praktikabel und verständlich für Industrieunternehmen werden, wird die Bilanzierung einheitlich nach Hedge Accounting erfolgen. Die Bereitschaft wurde von allen befragten Industrieunternehmen signalisiert. Durch klare Vorschriften sowie eine einheitliche Auslegung lässt sich auch das eigentliche Ziel der IFRS verwirklichen, die Abschlüsse verschiedener Unternehmen auf internationaler Ebene vergleichbar zu machen und den Investoren eine bessere Informationsbasis zu verschaffen.

Fußnoten

¹⁾ Mittels persönlich geführter, mehrstündiger Intensivinterviews wurde das Finanzrisikomanagement von drei Dax-notierten Aktiengesellschaften, vier großen M-Dax-notierten Aktiengesellschaften und drei Großunternehmen ohne Börsennotierung analysiert. Alle befragten Unternehmen sind Umsatzmilliardäre und verteilen sich über unterschiedliche Branchen mit beachtlicher Internationalität der Geschäftsaktivitäten.